

ANÁLISE DOS FATORES DETERMINANTES DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NA BM&FBOVESPA DO SETOR DE CONSUMO CÍCLICO

ANALYSIS OF DETERMINING FACTORS ON THE PERFORMANCE OF OPEN CAPITAL BRAZILIAN FAMILY BUSINESS LISTED IN BM&FBOVESPA OF THE CYCLICAL CONSUMER SECTOR

LARISSA DEGENHART

Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau (Furb). Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Furb. E-mail: lari_ipo@hotmail.com

MARA VOGT

Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau (Furb). Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Furb. E-mail: maravogtcco@gmail.com

ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI

Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (Furb). Professor do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS). E-mail: itzhak.kaveski@ufms.br

ODIR LUIZ FANK

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (Furb). Professor do curso de Ciências Contábeis da Faculdades de Itapiranga (FAI/SC). E-mail: odirfank@hotmail.com

JORGE EDUARDO SCARPIN

Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Professor da Universidade Federal do Paraná (UFPR). E-mail: jscarpin@gmail.com

Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140, Sala D-202, Bairro Vitor Konder – Blumenau – SC – CEP 89.012-900.

Recebido em: 08.03.2016. Revisado por pares em: 04.01.2017. Aceito em: 06.01.2017. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

Resumo: Esta pesquisa objetiva analisar quais fatores determinam o desempenho das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico. O estudo caracteriza-se como descritivo, com análise documental em uma amostra de 32 empresas familiares classificadas no setor de consumo cíclico e com uma abordagem quantitativa. O período de estudo compreendeu os anos de 2008 a 2012. Os resultados apontam que a idade da empresa implica melhores desempenhos organizacionais, ou seja, as empresas familiares de consumo cíclico com um tempo de vida maior possuem desempenho organizacional positivo. Além disso, o tamanho da empresa implica nas empresas familiares do setor de consumo cíclico, pois estas tendem a ser mais eficientes no uso de seus ativos, apresentando uma relação positiva com o desempenho. A alavancagem apresentou-se como uma das principais características que levam as empresas a terem um alto desempenho organizacional. Por fim, o crescimento das empresas familiares de consumo cíclico representado pela variável *Market to book* implica em uma relação negativa com o desempenho operacional.

Palavras-chave: Empresas familiares. Desempenho econômico-financeiro. Setor de consumo cíclico.

Abstract: This research aims to analyze which factors determine the performance of the Brazilian family publicly traded companies listed on the BM&FBovespa belonging to the consumer cyclical sector. The study is characterized as descriptive, with a documentary analysis on a sample of 32 family businesses classified in consumer cyclical sector and with a quantitative approach. The study period comprised the years 2008-2012. The results indicate that firm age implies better organizational performance, ie, family consumer discretionary companies with a greater lifetime have positive organizational performance. Moreover, the size of the family companies implicates in the consumer discretionary sector companies, because they tend to be more efficient at using its assets, showing a positive relationship with the performance. Leverage was presented as one of

the key features that lead companies to have a high organizational performance. Finally, the growth in household consumer discretionary companies represented by the variable Market to book implies a negative relationship with operational performance..

Keywords: *Family business. Economic and financial performance. Consumer cyclical sector.*

1 INTRODUÇÃO

Até a década de 50, de acordo com Gonçalves (2000), a empresa familiar no Brasil teve presença em praticamente todos os segmentos da economia nacional. A partir daí, iniciado o projeto de modernização e desenvolvimento nacional, a empresa familiar passou a dividir espaços com as empresas multinacionais e estatais. Para Gomes, Santana e Araújo (2008), essas empresas, sejam elas pequenas, médias ou grandes, foram importantes para o desenvolvimento social e econômico do Brasil e também dos países mais desenvolvidos do mundo.

A importância das empresas familiares para as economias nacionais é geralmente reconhecida em todo o mundo (HIEBL, 2015). As empresas familiares, além de tomarem decisões relacionadas a questões que lhes dizem respeito, assim como para as demais empresas, necessitam ser capazes de gerenciar adequadamente a relação familiar e empresarial, com vistas a avaliar as dinâmicas que regem a conduta dos fundadores, gerações, família, acionistas e até mesmo a empresa. Deste modo, é relevante as empresas familiares adotarem estratégias para a promoção do crescimento e controle dessas empresas, com o intuito de promover a criação de valor (REYNA; ENCALADA, 2016) e desempenho econômico-financeiro da companhia.

Nas empresas familiares ocorrem conflitos de interesses entre pais e filhos, além de brigas entre irmãos pelo lugar do patriarca. Os conflitos iniciam, primeiramente, pela dificuldade na escolha de quem vai ocupar esse cargo, pela mistura de assuntos pessoais com profissionais, predominância da emoção pela razão, lealdade dos empregados para com fundadores e, ainda, a interferência dos agregados nas decisões de alguma forma (MORAIS FILHO; BARONE; PINTO, 2011).

Diante do exposto e, como se sabe, praticamente todas as empresas possuem proprietários e agentes, sejam estas empresas familiares ou não familiares, sendo essa relação explicada pela Teoria da Agência. Hanousek, Kočenda e Shamshur (2015) destacam que os problemas de agência provenientes da separação da propriedade e do controle ocorrem, pois os agentes possuem metas que se diferem das que são estabelecidas pelos principais. Nesse mesmo sentido, Kazemian e Sanusi (2015) salientam que a partir da separação entre a propriedade e o controle surgiram os incentivos para os gestores aplicarem técnicas contábeis para maximizar sua riqueza.

Ainda, com base na Teoria da Agência e na Teoria Econômica da Família, Schulze *et al.* (2001) argumentam que os problemas de agência podem impedir o alinhamento dos interesses de propriedade. A gestão por parte do proprietário não minimiza os custos de agência dessas empresas familiares. Além disso, os autores afirmam que há uma relação positiva entre os custos de agência e o desempenho das empresas familiares.

Pesquisas sobre desempenho destacam a prevalência das empresas familiares em todo o mundo como um importante componente para o mercado de capitais (GONZÁLEZ *et al.*, 2012). Diante disso, diversos estudos examinam problemas de propriedade, controle e gestão que emergem dessa estrutura organizacional. Contudo, uma importante questão que ainda merece investigação é se e como a gestão familiar, a propriedade e o controle afetam o desempenho das organizações. Além disso, há diversas evidências internacionais que tornam os resultados muito contraditórios, dificultando o entendimento concreto acerca dessa relação (GONZÁLEZ *et al.*, 2012).

Do ponto de vista da Teoria da Agência, a combinação da propriedade e da gestão pode ser vantajosa, devido ao alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores. Ainda, estudos evidenciaram que as empresas familiares apresentam um desempenho econômico-financeiro melhor que as não familiares (GONZÁLEZ *et al.*, 2012).

Para tanto, López-Delgado e Diéguez-Soto (2015) salientam que o desempenho da organização é que vai evidenciar o sucesso ou fracasso organizacional, bem como sua vantagem competitiva. Para tanto, as empresas devem ficar atentas a esse indicador, para que consigam atrair investidores e satisfazer os interessados.

Diante do exposto, apresenta-se o problema desta pesquisa: Quais são os fatores determinantes do desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico? Dessa forma, o objetivo da pesquisa é analisar quais são esses fatores.

A escolha pelo setor de consumo cíclico deu-se em virtude de ser o setor da BM&FBovespa que compreende a maior porcentagem de empresas que caracterizam-se como familiares (BEUREN; POLITELO; MARTINS, 2013). Além disso, este setor é de grande relevância para o mercado de capitais, visto que a BM&FBovespa criou o “Índice BM&FBovespa de Consumo” (ICON), que mede o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico.

A pesquisa sobre empresas familiares justifica-se, pois conforme Paiva, Oliveira e Melo (2008), é inegável a importância das empresas familiares no Brasil e no mundo em diversas esferas: econômica, social, cultural, política, dentre outras. Além disso, as pesquisas sobre os negócios familiares têm evoluído significativamente ao longo do último século, pois esta temática experimentou transformações importantes. Contudo, os pesquisadores ainda estão debatendo o que torna as empresas familiares únicas e distintas em relação às empresas não familiares (DAWSON; MUSSOLINO, 2014).

Justifica-se a realização deste estudo, pois segundo Fitó, Moya e Orgaz (2013), o desempenho econômico-financeiro das empresas familiares ganhou atenção crescente na literatura referente à análise de negócios, bem como economia financeira, foco deste estudo. Além disso, o desempenho é um tema central nos estudos relacionados a negócios e gestão, pois a interação entre a família e os negócios torna essa temática mais complexa e até mesmo controversa para medir o desempenho em empresas familiares (KIM; GAO, 2013).

Para tanto, a estrutura única das empresas familiares passa a motivar os gestores familiares a trabalharem em direção de metas centradas na organização e contribuir para o desempenho empresarial (KIM; GAO, 2013).

O presente estudo está estruturado em outras cinco seções. A próxima seção, do referencial teórico, versará sobre a Teoria da Agência, caracterização de empresa familiar, desempenho econômico-financeiro e estudos anteriores. Na sequência, a terceira seção apresenta a metodologia adotada no presente estudo. Após, tem-se a análise dos resultados e por fim, a última seção apresenta as considerações finais acerca do trabalho, destacando os principais resultados alcançados.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Na revisão de literatura, abordam-se quatro aspectos, com o intuito de auxiliar o embasamento da pesquisa. Primeiramente, apresenta-se o conceito de Teoria da Agência, teoria de base deste estudo. Na sequência, destaca-se a caracterização das empresas familiares e, ainda, descreve-se sobre o desempenho econômico-financeiro e os estudos anteriores, possibilitando assim, embasar a metodologia adotada neste estudo.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência, de acordo com Jensen e Meckling (1976), é definida como a relação por meio de um contrato, no qual uma pessoa ou mais, denominado agente e principal, realizam um serviço que envolve a delegação de alguma autoridade para ser o agente de decisão. O autor ainda destaca que, normalmente, o agente não irá agir de acordo com o interesse do principal, havendo conflitos de agência. O principal poderá limitar essas divergências por meio da criação de incentivos apropriados para o agente, o que incorre em custos de monitoramento que são originados pela tentativa de resolução dos conflitos de interesses entre os gestores e os acionistas.

Nesse sentido, Watts e Zimmerman (1986) salientam que a demanda para a contabilidade acontece a partir da utilização dos contratos que reduzem esses custos de agência da empresa. Porém, são pouco utilizados para reduzir custos de agência, a menos que suas disposições sejam monitoradas e cumpridas. Nesse contexto, Jensen (1986) afirma que os custos de agência têm sido discutidos, porém, os benefícios da dívida, com o intuito de motivar os gestores e suas próprias organizações para serem eficientes foram ignorados. É importante verificar esses benefícios, pois a dívida reduz os custos de agência e permite que os gerentes se relacionem de forma eficaz, com a promessa de pagar fluxos de caixa futuros.

A Teoria da Agência interessa-se por relações bilaterais entre o principal e o agente, que são frequentes no sistema econômico e, para isso, são necessárias três condições: o agente dispor de vários comportamentos possíveis para se adotar; a ação dos agentes/administradores que afeta seu bem-estar e do principal; e a ação do agente que dificilmente é observável pelo principal, resultando em assimetria da informação entre as partes (SIFFERT FILHO, 1996).

Vale ressaltar que, nas empresas familiares, a preocupação é de que gestores possam atuar para a família controlada e não para acionistas em geral, o que levaria a problemas de agência (MORCK; YEUNG, 2003). Os autores afirmam que não sabem ao certo se esses problemas são mais graves quando impedem a prosperidade do que quando afligem as empresas que são amplamente difundidas (MORCK; YEUNG, 2003).

A Teoria da Agência, segundo Chrisman, Chua e Litz (2004), baseia-se na ideia de que gestores que não são proprietários da empresa não irão gerenciar os negócios da mesma forma como se fossem proprietários-gerentes. Além disso, sugerem que os problemas de agência nas empresas familiares podem ser menos graves do que nas empresas não familiares.

Isso pode ser explicado, pois os custos de agência nas empresas familiares não podem ser identificados e muito menos medidos. Além disso, as questões de agência, que decorrem da separação entre a propriedade e gestão, podem ser diferentes nas empresas familiares devido aos objetivos não econômicos (CHRISMAN; CHUA; LITZ, 2004).

Conforme Kuan, Li e Chu (2011), empresas de controle familiar são mais propensas a apresentarem problemas de agência. Os planos de continuidade dos negócios da família estabelecem uma estrutura de governança para a família e seus negócios (BRENES; MADRIGAL; REQUENA, 2011).

Os proprietários das empresas familiares se comportam como proprietários do capital a partir do momento que seus objetivos de controle são ameaçados pela perda das metas econômicas, como, por exemplo, o crescimento da empresa. Para tanto, é importante unir a perspectiva do controle familiar com a Teoria da Agência, pois se analisadas de forma isolada, podem não conseguir explicar da melhor forma algum comportamento que se espera verificar (CHOI *et al.*, 2014).

A partir de evidências sobre problemas de agência em empresas familiares, a teoria respectiva poderá fornecer argumentos de incentivo para a gestão familiar, auxiliando-a na resolução desses problemas, devido ao ambiente complexo ao qual esta empresa pertence (CHUNG, 2014).

Problemas com assimetria de informação ocorrem normalmente devido à falta de conhecimento sobre os processos e tarefas, metas divergentes entre o proprietário e agente e outros interessados, como membros da família e seu(s) sucessor(es), acarretando em custos de agência. De forma mais específica, o que comumente acontece em empresas familiares é a preferência ou relutância contra algum membro da família que esteja interessado em continuar os negócios da empresa familiar (MICHEL; KAMMERLANDER, 2015).

Para tanto, é importante que os objetivos dos membros sejam semelhantes, ou ao menos que estes cheguem a um consenso, com vistas a aliviar os problemas de agência envolvidos com o negócio familiar, possibilitando que a administração transforme o envolvimento da família em iniciativas empreendedoras, trazendo inúmeros benefícios à empresa (BAUWERAERTS; COLOT, 2016).

endo em vista a importância das empresas familiares e sua gestão para as organizações frente à Teoria da Agência, e, além disso, para facilitar o entendimento sobre o assunto, apresenta-se a seguir uma abordagem sobre a caracterização de empresas familiares.

2.2 CARACTERIZAÇÃO DE EMPRESA FAMILIAR

As empresas familiares são consideradas um dos tipos de empresas mais importantes para a economia. A relação família-empresa consiste em vários componentes, como membros da família que desempenham muitos papéis no negócio, como proprietário, gerente e funcionário, bem como, as relações culturais. Com base nesses componentes, a família pode influenciar o curso dos negócios e até mesmo o desempenho (AYRANCI, 2014).

Subjacente ao potencial de vantagem competitiva que as empresas familiares possuem a cultura, os valores da família, a confiança, o empenho que prioriza nas relações com os *stakeholders* e a sua abordagem proativa e disciplinada passa a honrar os objetivos financeiros e não financeiros. No entanto, essas empresas requerem a implementação de uma estratégia bem-sucedida, mas enfrentam um obstáculo adicional em ter que alinhar os objetivos do negócio com as prioridades da família que governa (BRAUN; LATHAM; PORSCHITZ, 2016).

Nesse sentido, o que distingue uma empresa familiar de um negócio não familiar não é simplesmente a estrutura de capital da empresa, mas também o papel que a família desempenha na organização, visão e operações da empresa (ATALAY; OZLER, 2013). Para tanto, o envolvimento da família na gestão é um fator chave que distingue as empresas familiares das empresas não familiares. Além disso, os membros da família são uma valiosa fonte de capital humano, físico, financeiro e social (KIM; GAO, 2013).

Assim, a empresa familiar se difere dos outros tipos de empresas pelo fato de haver de forma intrínseca a expectativa de continuidade, sustentada no ambiente empresarial e familiar. Os negócios de cunho familiar buscam sua sobrevivência ao longo do tempo de forma mais audaz pelo fato de carregarem dentro de si o que se denomina sonho do fundador. É possível observar que a empresa familiar se constitui como um cenário que tende a vivenciar dilemas, especialmente no que se refere ao processo sucessório (FLORES JUNIOR; GRISCI, 2012).

Desse modo, os membros da família que tomam um papel ativo na tomada de decisões estratégicas devem ser proficientes na busca de produtos inovadores e estarem dispostos a combinar suas bases de conhecimento com os demais membros da empresa, visto que isso pode gerar situações de conflito. As empresas familiares que buscam adotar uma postura estratégica inovadora, portanto, devem buscar membros da família que são flexíveis o suficiente para integrar pontos de vista opostos dos outros durante as reuniões voltadas a estratégia (CLERCQ; BELAUSTEGUIGOITIA, 2015).

Diante disso surgem os problemas de agência, que estão associados à propriedade privada e à gestão do proprietário que ameaça o desempenho de capital fechado das empresas de gestão familiar. Esses problemas podem ser mais frequentes em empresas de gestão familiar, devido ao autocontrole e as ameaças de agência que são causadas por altruísmo. Ainda,

os conflitos de interesses dentro das empresas familiares e entre os donos combinam com os efeitos do mercado externo e ameaçam o desempenho dessas empresas que são administradas pelos proprietários (SCHULZE *et al.*, 2011).

Para designar uma empresa familiar, Peng e Jiang (2010) e Colli, Pérez e Rose (2003) utilizam o critério de que a empresa deve ter no mínimo 5% do capital votante pela família e que passe por no mínimo duas gerações. Conforme o Art. 243, da Lei nº 11.941/2009, em seu parágrafo 5º, é presumido o controle se a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, porém, sem controlá-la. Reyna e Encalada (2012) já definem essas empresas como aquelas em que o fundador ou membro da família tenha mais de 50% da propriedade. Portanto, quando tratamos de empresas familiares, sem dúvida nos referimos a um tipo de negócio que tem de ser analisado de maneira diferente, pois são organizações que sofrem os problemas característicos de empresas não familiares, e, ainda, adiciona-se um ingrediente que é a família nos negócios (REYNA; ENCALADA, 2016).

No que tange ao desempenho das empresas familiares, Fitó, Moya e Orgaz (2013) destacam que a literatura sugere que estas empresas apresentam estruturas financeiras específicas e tendem a evitar níveis de endividamento excessivos, visto que as empresas familiares geralmente adotam estratégias conservadoras, caracterizadas principalmente por uma preferência por recursos internos de financiamento e um menor nível de endividamento.

Nesse sentido, como as empresas familiares são incorporadas em um sistema familiar com implicações voltadas a questões de herança e gestão da riqueza, a aversão ao risco pode ser mais grave, pois a propriedade é altamente concentrada e, assim, as opções para gerenciamento de risco são mais restritas (FITÓ; MOYA; ORGAZ, 2013).

Para tanto, os benefícios adquiridos pelos membros da família, para Shyu (2011), podem vir em razão do detrimento do desempenho da empresa. A presença de controle familiar pode apresentar aspectos positivos para a empresa e permitir maior facilidade na tomada de decisões, visto que uma expansão da propriedade familiar auxilia na negação dos problemas de agência entre os acionistas e gestores, o que melhora o desempenho da empresa.

2.3 DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Cada vez mais o desempenho das empresas familiares ganhou destaque nas pesquisas sobre estratégias de negócios, bem como, economia financeira. Diante disso, a relação que os temas possuem assume extrema relevância e requer uma análise, com vistas a facilitar estudos futuros que verifiquem se houve diferença, isto é, melhorias (MAZZI, 2011).

Para o autor, as famílias influenciam o desempenho da organização, principalmente em função das metas, mas também dos relacionamentos e recursos advindos da própria família. Sendo assim, tais empresas apresentam diversas vantagens competitivas e um sistema dinâmico de interação, pois qualquer modelo destinado a medir seu desempenho precisa levar em consideração à forma como essas interações geram sinergias contínuas (MAZZI, 2011).

O conhecimento sobre diferentes tipos de organizações familiares nos negócios e a diversidade de interesses, envolvimento e relacionamentos contribui para a capacidade de explicar as variações no comportamento e no desempenho das mesmas. Além disso, os proprietários de empresas familiares normalmente tendem a monitorar e proporcionar incentivos aos gerentes que são da família, melhorando assim seu desempenho (CHRISMAN; SHARMA; TAGGAR, 2007).

Contudo, González *et al.* (2012) salientam que muitas famílias valorizam mais a própria sobrevivência da empresa familiar do que a maximização da riqueza desta, vendo sua empresa como um bem valioso que será repassado para futuras gerações, ou seja, não se importam somente com os lucros e desempenho. Objetivando o crescimento, os proprietários estabelecem regras rígidas que deverão ser seguidas (GONZÁLEZ *et al.*, 2012).

Ainda, os autores afirmam que os benefícios privados relacionados ao controle poderiam compensar de alguma maneira as famílias, devido ao seu desempenho econômico-financeiro desfavorável, pois os resultados econômicos e financeiros são importantes para os acionistas, fornecedores e investidores em geral. O envolvimento da família também apresenta um papel de destaque no desempenho de novas e pequenas empresas. Entretanto, conforme as empresas forem crescendo, o envolvimento da família precisa ser separado, para que aumente a eficiência e melhorem as práticas de governança corporativa (GONZÁLEZ *et al.*, 2012).

Sendo assim, por mais que em alguns casos seja preciso separar o envolvimento da família dos negócios, deve-se levar em consideração que, conforme O'Boyle Jr., Pollack e Rutherford (2012), um maior envolvimento da família aumenta o desempenho, pois os indivíduos que ajudam uns aos outros e se preocupam com a organização pelo fato de saber que os lucros e resultados são próprios. Sendo assim, correm atrás para atingir os resultados esperados, agindo no melhor interesse para toda a empresa familiar.

Reyna e Encalada (2016) afirmam que há diferenças no que tange o desempenho das empresas familiares que já passaram por um ou mais processos geracionais, isto é, que já estão na segunda ou terceira geração. Nesse sentido,

destacam que o processo de sucessão entre a primeira e segunda geração não possui efeito significativo sobre a criação de valor e vantagem competitiva. Porém, é notável a diferença da segunda para a terceira geração, o que demonstra que conforme passam as gerações, diminui a preocupação com o desempenho da empresa e aumenta o interesse próprio de cada membro (REYNA; ENCALADA, 2016).

2.4 ESTUDOS ANTERIORES

Estudos em diferentes países como Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) no Chile, Anderson e Reeb (2003) nos Estados Unidos, Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010) também no Chile, Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) na Polônia, Din Din e Javid (2011) no Paquistão, Navarro, Ansón e García (2011) na Espanha e Shyu (2011) no Taiwan, O'Boyle, Pollack e Rutherford (2012) e Ayranci (2014) em Istambul, Jiménez, Martos e Jiménez (2015) e Reyna e Encalada (2016) no México analisaram os fatores que influenciam no desempenho de empresas familiares de capital aberto.

Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) analisaram o impacto da propriedade familiar no desempenho da empresa utilizando um conjunto de dados de empresas chilenas. Para esse estudo, os autores afirmam que foram constituídos três indicadores para medir o desempenho financeiro da empresa: o Retorno sobre Ativos (ROA), o Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) e o Q de Tobin, índices que têm por objetivo avaliar a performance da contabilidade. A partir de uma amostra de 175 empresas de capital aberto, um grupo de 100 empresas de controle familiar teve um desempenho significativamente melhor do que o grupo de 75 empresas não familiares ao longo do período de 10 anos de estudo (1995-2004). Os pesquisadores concluem que as empresas familiares demonstraram um desempenho melhor do que as empresas não familiares.

O estudo desenvolvido por Anderson e Reeb (2003) objetivou investigar a relação entre a propriedade familiar e seu desempenho. A propriedade familiar é predominante na amostra de empresas analisadas. Os resultados revelaram que as empresas familiares possuem um desempenho melhor que as empresas consideradas não familiares. Em geral, os resultados são inconsistentes com a hipótese de que os acionistas minoritários são prejudicados pela propriedade da família, o que demonstra que a propriedade familiar é uma estrutura organizacional eficaz.

Realizando uma reaplicação do estudo Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010) analisaram o desempenho das empresas familiares em um período de 10 anos (1998-2007). Utilizaram como variáveis o ROA, o tamanho, idade, alavancagem, dentre outras. Os resultados do estudo de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) encontram-se robustos para a nova análise, pois o desempenho das empresas de controle familiar continuou a ser superior das não familiares.

Em seguida, os autores adicionaram a dimensão de risco com a análise, utilizando a variável ROA ajustado ao risco, e as companhias de controle familiar novamente demonstraram um desempenho melhor. Um teste dos desvios-padrão do ROA para ambas as categorias de empresas revelou que as empresas de controle familiar não só possuem um melhor desempenho, mas também demonstram menos volatilidade em seus retornos.

Utilizando uma amostra de 217 empresas polonesas de capital aberto em 1997 a 2005, Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) investigaram se existe uma relação estatisticamente significativa entre o envolvimento da família e o desempenho financeiro das empresas. Utilizam o ROE, ROA, idade e ativo como variáveis do estudo. Conforme os autores, as companhias que possuem CEOs familiares tendem a superar o desempenho daquelas com CEOs não familiares.

Din Din e Javid (2011) avaliaram o impacto da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas de capital aberto paquistaneses no período de 2004 a 2009. A amostra da pesquisa perpetuou em 29 empresas industriais listadas na KSE-100, índice no mercado de capital do Paquistão. Utilizaram no estudo como variável dependente o desempenho, este que é medido pelo ROA, ROE e a variável independente foi a propriedade da família. Conforme os achados dos autores, existe uma relação positiva e significante de um conjunto de fatores que determinam o desempenho de empresas familiares. A partir da análise realizada pelos autores, revela-se ainda que as melhores práticas de governança possuem efeito positivo sobre a decisão financeira dessas empresas, porém, as empresas com maior propriedade familiar não adotam boas práticas de governança.

Navarro, Ansón e García (2011) analisaram o desempenho de empresas familiares de capital aberto da Espanha, utilizando uma amostra de 118 empresas em um período de 7 anos (2002-2008). Para tanto, objetivaram verificar como a propriedade e controle da família, bem como a presença de um segundo acionista afeta o desempenho das empresas. Os resultados revelaram que a propriedade da família não influenciou a rentabilidade das empresas, mas sim o controle familiar.

Shyu (2011) avaliou o desempenho de 465 empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores de Taiwan, sendo estas 193 familiares e 272 não familiares. O objetivo do estudo foi analisar a influência da propriedade familiar em performances. O período pesquisado foi 2002 a 2006, que permite examinar as variações nas relações entre propriedade familiar e performance da empresa. O autor afirma que quando um indicador de rentabilidade (ROA) ou um indicador de avaliação (Q de Tobin) é aplicado, os resultados mostram que a propriedade familiar afeta positivamente o desempenho da empresa. O autor conclui que as empresas familiares tendem a se esforçar mais que as empresas não familiares, a fim de obterem melhores desempenhos e dessa forma a propriedade familiar afeta o desempenho da empresa.

A pesquisa de O'Boyle, Pollack e Rutherford (2012) teve por objetivo analisar a relação entre o envolvimento familiar e o desempenho da empresa por meio do desenvolvimento de uma meta-análise. Os achados resumem os efeitos observados de múltiplos estudos e fornecem uma estimativa desta relação em toda a população. Assim, os resultados mostraram que o envolvimento da família não afetou significativamente o desempenho financeiro.

Ayranci (2014) investigou nas empresas familiares e não familiares de Istambul as relações entre a influência da família na empresa familiar e a satisfação do membro da família de alto escalão com o desempenho financeiro do negócio a partir de um questionário. Concluíram que a influência da família apresenta uma relação inversa fraca com a satisfação do desempenho financeiro e do membro superior da família.

O objetivo de Jiménez, Martos e Jiménez (2015) foi estudar a influência da harmonia organizacional no desempenho das empresas familiares (rentabilidade, longevidade e coesão de grupo). Analisaram os índices de rentabilidade: ROA e ROE. Os resultados indicaram que as empresas familiares possuem níveis mais elevados dessas três qualidades do que as empresas não familiares e que os níveis de confiança, participação e clima organizacional têm uma influência positiva e significativa no desempenho das empresas familiares. Esses resultados sugerem a influência do capital social familiar sobre o capital social organizacional e, assim, sobre o desempenho das empresas familiares.

Por fim, Reyna e Encalada (2016) desenvolveram uma pesquisa com o intuito de analisar o efeito da sucessão na estrutura financeira e de capital das empresas familiares do México. Os achados revelaram que o processo de sucessão da primeira para a segunda geração tem um efeito negativo sobre os níveis de endividamento da empresa, o que sugere uma estrutura financeira mais conservadora e limitação de taxa de crescimento da empresa. No entanto, quando o processo de mudança geracional de uma segunda para a terceira geração é considerado, o resultado é invertido, há um efeito positivo sobre o desempenho.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção apresentam-se o método e os procedimentos da pesquisa. Primeiramente, é realizado o delineamento da pesquisa quanto aos seus objetivos, abordagem do problema e coleta dos dados. Na sequência, define-se a população e a amostra. Por fim, demonstra-se o método de coleta e análise dos dados pesquisados.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Os procedimentos adotados para investigar os determinantes do desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico permitem caracterizar a pesquisa como descritiva. A abordagem caracteriza-se como quantitativa devido a utilização de instrumentos estatísticos. Em relação aos procedimentos adotados neste estudo, tem-se uma pesquisa documental, visto que os dados foram extraídos das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2008 a 2012, retirados do banco de dados da *Thomson One Banker* e do formulário de referência disponibilizado no sítio da BM&FBovespa no ano de 2013.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população definida para a pesquisa compreendeu todas as companhias familiares de capital aberto listadas na BM&FBovespa classificadas no setor de consumo cíclico. Das 69 empresas listadas no setor de consumo cíclico, 49 são familiares, e aproximadamente 71% das empresas são de consumo cíclico. Destas 49 companhias, 17 foram excluídas por não apresentarem todos os dados necessários para a realização da pesquisa. A amostra não probabilística constituiu-se das demais 32 companhias.

Neste estudo, as características observadas para definir uma empresa como familiar foram a concentração de propriedade com uma família e/ou a participação dos membros da família no conselho de administração, visto que essas características são as mais utilizadas pelos pesquisadores (SHYU, 2011; POLITELO *et al.*, 2014). Para determinar a empresa como familiar foi utilizado um percentual de concentração mínimo de ações de 10% (ANDERSON; REEB, 2003; SHYU, 2011; POLITELO *et al.*, 2014).

3.3 COLETA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir dos estudos anteriores, apresentados no tópico 2.4, foram utilizadas três variáveis dependentes para o desempenho e quatro variáveis independentes para os fatores determinantes das empresas familiares de capital aberto. As variáveis utilizadas no estudo são apresentadas no Quadro 1 e foram escolhidas devido a recorrência nos estudos identificados, além da sua importância no contexto analisado.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Classificação	Variável	Mensuração	Autores
Dependentes	Retorno sobre o ativo total (ROA)		Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); Navarro, Ansón e García (2011); Shyu (2011); O'Boyle; Pollack; Rutherford (2012); Jiménez, Martos e Jiménez (2015).
	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)		Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); O'Boyle; Pollack; Rutherford (2012); Jiménez, Martos e Jiménez (2015).
	Q de Tobin*		Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Din Din e Javid (2011); Shyu (2011).
Independentes	Tamanho	Log (Ativo Total)	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); Navarro, Ansón e García (2011); Shyu (2011); O'Boyle; Pollack; Rutherford (2012).
	Idade	Idade da empresa	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Navarro, Ansón e García (2011).
	Alavancagem		Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); Navarro, Ansón e García (2011).
	Market to book		Din Din e Javid (2011).

Fonte: Elaboração própria.

Nota: *VMA = Valor de mercado das ações negociadas em bolsa; ** D = Passivo circulante - Ativo circulante + Estoques - Passivo Não circulante.

Para consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se a análise de quais fatores são significativos para explicar o comportamento das variáveis dependentes, valendo-se do *software STATA* e aplicando-se a técnica de regressão de dados em painel.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conforme os procedimentos descritos na metodologia realizou-se uma análise descritiva das variáveis empregadas no estudo das empresas familiares pertencentes à amostra e segregados por ano. Na Tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

Variável	Ano	N	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Tamanho	2008	32	3.812	0.322	2.660	0.763
	2009	32	3.886	0.328	2.674	0.783
	2010	32	3.998	0.316	2.812	0.794
	2011	32	4.118	0.255	2.878	0.818
	2012	32	4.098	0.330	2.885	0.845
Alavancagem	2008	32	119.029	0.143	5.041	20.960
	2009	32	124.930	0.080	5.313	22.033
	2010	32	122.966	0.157	5.163	21.740
	2011	32	148.100	0.113	6.146	26.290
	2012	32	131.346	0.141	6.654	25.031
Market to book	2008	32	14.210	-0.330	1.267	2.507
	2009	32	29.660	-0.100	2.403	5.216
	2010	32	24.710	-0.190	2.427	4.543
	2011	32	15.450	-0.640	1.715	2.987
	2012	32	57.140	-2.290	3.861	10.548
ROA	2008	32	24.630	-200.640	-0.994	38.014
	2009	32	187.320	-85.510	10.702	37.895
	2010	32	48.480	-93.800	1.463	27.157
	2011	32	76.530	-229.160	-1.219	45.251
	2012	32	72.720	-13.940	10.301	15.851
ROE	2008	32	44.440	-84.720	10.444	22.233
	2009	32	314.560	-49.130	18.732	56.323
	2010	32	68.400	-3.630	16.423	16.853
	2011	32	49.300	-178.880	1.800	46.491
	2012	32	50.670	-317.370	-7.052	66.174
Q de Tobin	2008	32	16,110	-0,752	0,472	2,913
	2009	32	21,338	-4,699	0,478	3,992
	2010	32	53,348	-3,780	1,561	9,666
	2011	32	65,639	-1,233	2,076	11,855
	2012	32	59,528	-0,923	1,818	10,613

Fonte: Elaboração própria.

Verifica-se na Tabela 1 que a amostra é composta por um grupo heterogêneo de empresas familiares. Há empresas com altos desempenhos, em contraponto a empresas com desempenhos mínimos e até mesmo companhias com um desempenho negativo. A proporção de alavancagem, a partir do máximo e a média, indica a presença de algumas organizações com alto grau de endividamento e outras com baixo ou nenhum endividamento. Além disso, verifica-se que existem empresas que apresentaram um *Market to book* que representa o crescimento da empresa negativo, ou seja, não ocorreu crescimento.

Antes de efetuar a análise de regressão de dados em painel, o estudo buscou analisar inicialmente a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis. Para tanto, calculou-se o coeficiente de Correlação de Pearson para identificar possíveis problemas de multicolinearidade. Ressalta-se que foi aplicado o teste não paramétrico de Kolmogorov-Smirnov para verificar a normalidade dos dados e o teste evidenciou uma distribuição normal das variáveis a um nível de 5% ($p\text{-value} < 0.05$). Observa-se que a correlação não sugere necessariamente uma relação de causa e efeito, mas sim a associação entre as variáveis. A Tabela 2 apresenta a correlação entre as variáveis.

Tabela 2 – Correlação de Pearson entre as variáveis

Variável	Idade	Tamanho	Alavancagem	Market to book
ROA	-0,1615	+0,222*	-0,279*	+0,036
ROE	+0,0266	-0,003	-0,010	-0,064
Q de Tobin	+0,018	+0,002	-0,043	-0,054
Idade	1	-0,086	+0,235*	-0,095
Tamanho		1	-0,635*	+0,296*
Alavancagem			1	-0,088
Market to book				1

Fonte: Elaboração própria.

Os dados da Tabela 2 demonstram que não há alto grau de correlação entre as variáveis explicativas (correlação superior a 85%), denotando não haver problemas elevados de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão de dados em painel com as variáveis utilizadas. Dessa forma, todas as variáveis explicativas podem ser utilizadas para explicar os determinantes do desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico.

Antes de efetuar a regressão de dados em painel, foram aplicados os testes de Chow e LM de Breusch-Pagan e Hausman, que são os testes que servem como pressupostos para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios. Primeiramente, foi aplicado o teste de *Chow* para verificar se o intercepto é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*. Posteriormente, foi aplicado o teste LM de Breusch-Pagan para averiguar se a variância dos resíduos que refletem as diferenças individuais é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero. Por fim, foi aplicado o teste de Hausman para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios.

Os resultados dos testes demonstraram que para o retorno sobre o ativo total e o retorno sobre o patrimônio líquido, o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado. Para o Q de Tobin, o modelo de efeitos aleatórios é o recomendado para a aplicação. A Tabela 3 demonstra os resultados da regressão de dados em painel.

Tabela 3 – Resultados do modelo de regressão de dados em painel

Variável		ROA Efeitos Fixos	ROE Efeitos Fixos	Q de Tobin Efeitos Aleatórios
Constante	Coefficiente	-134.978	-527,647	-2,898
	Sig.	0,496	0,065	0,622
Idade	Coefficiente	1,333	7,099	-0,008
	Sig.	0,578	0,041	0,869
Tamanho	Coefficiente	11,924	34,356	1,645
	Sig.	0,594	0,284	0,310
Alavancagem	Coefficiente	4,273	1,112	0,019
	Sig.	0,000	0,321	0,756
Market to book	Coefficiente	-0,251	-1,758	-0,015
	Sig.	0,682	0,047	0,843
R²		0,396	0,311	0,007
R² Ajustado		0,225	0,116	-0,018
Durbin-Watson		1,939	2,24	0,877
Estatística F		2,321	1,598	0,351
Sig.		0,000	0,032	0,882

Fonte: Elaboração própria.

Na Tabela 3, pode-se constatar que o valor p do modelo é inferior a 0,05 para o retorno sobre o ativo total e do patrimônio líquido, indicando que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar o desempenho das empresas. Entretanto, o Q de Tobin não se mostrou significativo, e assim as variáveis independentes não são capazes de explicar a variância ocorrida.

A capacidade explicativa do modelo de regressão de dados em painel envolvendo as variáveis independentes consideradas no estudo é de 22,5% do retorno sobre o ativo total e 11,6% para o retorno sobre o patrimônio líquido. A baixa capacidade de explicação do modelo a respeito das empresas familiares também foi apresentada por estudos anteriores (MARTÍNEZ; STÖHR; QUIROGA, 2007; ANDERSON; REEB, 2003; BONILLA; SEPULVEDA; CARVAJAL, 2010; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010; DIN DIN; JAVID, 2011; NAVARRO; ANSÓN; GARCÍA, 2011; SHYU, 2011; AYRANCI, 2014; JIMÉNEZ; MARTOS; JIMÉNEZ, 2015; REYNA; ENCALADA, 2016). Porém, nos estudos que analisaram a relação com o Q de Tobin, as variáveis demonstram ser significantes para a explicação do modelo. O teste Durbin-Watson apresentou um índice próximo a dois em todos os testes, representando não existir problema de alta correlação entre os resíduos.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada indica que o “Tamanho” não é significativo. Apesar de não ser significativo, a relação do tamanho da empresa, apresentada pelo seu ativo total, é positiva, indicando que o tamanho da empresa implica em maior desempenho organizacional, visto que companhias maiores tendem a ser mais eficientes no uso de seus ativos (SHYU, 2011). Esse resultado apresenta indicativos para o apoio a concepção de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Shyu (2011) de que as empresas maiores impactam positivamente no desempenho operacional.

A relação da idade da empresa com o desempenho, apesar de não ser significativa para o retorno sobre o ativo total e significativa para o retorno sobre o patrimônio líquido é positiva, indicando que o tempo de vida da empresa familiar implica em maior desempenho organizacional. Esse resultado apresenta indicativos para apoiar a concepção de Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Navarro, Ansón e García (2011) de que o tempo de vida da empresa impacta positivamente no desempenho organizacional.

Anderson e Reeb (2003), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Din Din e Javid (2011) apontam em suas pesquisas que uma maior alavancagem da empresa implica em um maior desempenho quando avaliado pelo retorno sobre o ativo total, uma vez que são mais propensas a terem uma carga tributária alta e baixo risco de falência. Esses resultados são respaldados nesta pesquisa, visto que a variável se mostrou significativa ao nível de 1% e positiva. Já para o retorno sobre o patrimônio líquido, a alavancagem não se demonstrou significativa, mas os achados apontam uma relação positiva, o

que corrobora com os estudos de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Din Din e Javid (2011), O'Boyle, Pollack e Rutherford (2012), Jiménez, Martos e Jiménez (2015) e Reyna e Encalada (2016), visto que os resultados desses estudos sugerem a influência do capital social familiar sobre o desempenho das empresas familiares.

Por fim, para a variável *Market to book*, que representa o crescimento da empresa, esta também não se mostrou significativa para os índices de retorno sobre o ativo total, porém mostrou-se significativa para o retorno sobre o patrimônio líquido. A relação negativa com o índice retorno sobre o patrimônio líquido oferece indicativos de que empresas familiares são mais bem valorizadas pelo mercado e possuem um menor desempenho operacional (DIN DIN; JAVID, 2011).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou os fatores que determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico. Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa por meio de análise documental com dados secundários. Da população de 49 companhias familiares de capital aberto do setor de consumo cíclico, 32 compuseram a amostra.

Para a análise dos resultados, foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) a caracterização da amostra por meio de estatística descritiva; (ii) correlação de Pearson para verificar a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis; (iii) os testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios na regressão de dados em painel; e (iv) regressão por meio de dados em painel para verificar quais são os fatores determinantes do desempenho das empresas familiares.

Os resultados apontam que a idade da empresa implica em melhores desempenhos organizacionais, ou seja, as empresas familiares de consumo cíclico com um tempo de vida maior possuem desempenho organizacional positivo (BONILLA; SEPULVEDA; CARVAJAL, 2010; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010; NAVARRO; ANSÓN; GARCÍA, 2011). O tamanho da empresa, apesar de não ser significativo, demonstra que as empresas familiares do setor de consumo cíclico tendem a serem mais eficientes no uso de seus ativos, apresentando uma relação positiva com o desempenho, corroborando com os estudos de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Shyu (2011). Entretanto, esse aspecto precisa ser melhor explorado, tendo em vista que a relação não foi significativa.

A alavancagem mostrou-se como uma das principais características que levam as empresas a possuírem um alto desempenho organizacional. Esses resultados apontam que as empresas familiares de consumo cíclico são endividadas devido a uma carga tributária alta, porém possuem um baixo risco de falência, apresentando um maior desempenho operacional (ANDERSON; REEB, 2003; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010; DIN DIN; JAVID, 2011; O'BOYLE; POLLACK; RUTHERFORD, 2012; JIMÉNEZ; MARTOS; JIMÉNEZ, 2015; REYNA; ENCALADA, 2016). Por fim, o crescimento das empresas familiares de consumo cíclico representado pela variável *Market to book* implica em uma relação negativa com o desempenho operacional. Tal afirmação aponta que quando as empresas familiares são mais valorizadas pelo mercado, estas apresentam um menor desempenho operacional do que aquelas com menor valorização (DIN DIN; JAVID, 2011).

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange aos fatores que determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto, apresenta limitações. Destaca-se como limitação a utilização de apenas um setor da BM&FBovespa, que impossibilita a generalização para todas as empresas. Outra limitação encontra-se nas variáveis determinantes utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo. Além disso, verifica-se que não foi possível explicar o desempenho do Q de Tobin a partir do modelo apresentado.

Recomenda-se, para pesquisas futuras, a replicação desta pesquisa com empresas familiares de outros setores da BM&FBovespa para comparabilidade dos achados e ainda uma comparação com o desempenho de empresas não familiares. Recomenda-se, também, a utilização de outras variáveis como fatores determinantes do desempenho organizacional. Recomenda-se ainda a replicação deste estudo em outros países, para contribuir com a consolidação da literatura relativa às empresas familiares.

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.
- ATALAY, C. G.; ÖZLER, D. E. A research to determine the relationship between organizational justice and psychological ownership among non-family employees in a family business. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, v. 99, p. 247-256, 2013.
- AYRANCI, E. A study on the influence of family on family businesses and its relationship to satisfaction with financial performance. *Business Administration and Management*, v.17, n. 2, p. 1-19, 2014.
- BAUWERAERTS, J.; COLOT, O. Exploring nonlinear effects of family involvement in the board on entrepreneurial orientation. *Journal of Business Research*, v. 70, p. 185-192, 2016.
- BEUREN, I. M.; POLITELO, L.; MARTINS, J. A. S. Influência da propriedade familiar no desempenho das empresas da BM&FBovespa. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 7., 2013, Fortaleza. *Anais...* São Paulo: ANPCONT, 2013.
- BONILLA, C. A.; SEPULVEDA, J.; CARVAJAL, M. Family ownership and firm performance in Chile: a note on Martinez et al.'s evidence. *Family Business Review*, v. 23, n. 2, p. 148-154, 2010.
- BRAUN, M.; LATHAM, S.; PORSCHITZ, E. All together now: strategy mapping for family businesses. *Journal of Business Strategy*, v. 37, n. 1, p. 3-10, 2016.
- BRENES, E. R.; MADRIGAL, K.; REQUENA, B. Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, v. 64, n. 3, p. 280-285, 2011.
- CHOI, Y. R. *et al.* Family ownership and R&D investment: the role of growth opportunities and business group membership. *Journal of Business Research*, v. 68, n. 5, p. 1053-1061, 2014.
- CHRISMAN, J. J.; SHARMA, P.; TAGGAR, S. Family influences on firms: an introduction. *Journal of Business Research*, v. 60, n. 10, p. 1005-1011, 2007.
- CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; LITZ, R., A. Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 28, n. 4, p. 335-354, 2004.
- CHUNG, H. M. The role of family management and ownership on semi-globalization pattern of globalization: the case of family business groups. *International Business Review*, v. 23, n. 1, p. 260-271, 2014.
- CLERCQ, D.; BELAUSTEGUIGOITIA, I. Intergenerational strategy involvement and family firms' innovation pursuits: the critical roles of conflict management and social capital. *Journal of Family Business Strategy*, v. 6, n. 3, p. 178-189, 2015.
- COLLI, A.; PÉREZ, P. F.; ROSE, M. B. National determinants of family firm development? Family firms in Britain, Spain, and Italy in the nineteenth and twentieth centuries. *Enterprise & Society*, v. 4, n. 1, p. 28-64, 2003.

- DAWSON, A.; MUSSOLINO, D. Exploring what makes family firms different: Discrete or overlapping constructs in the literature? *Journal of Family Business Strategy*, v. 5, n. 2, p. 169-183, 2014.
- DIN DIN, S.; JAVID, A. Y. Impact of family ownership concentration on the firm's performance: evidence from Pakistani capital market. *Journal of Asian Business Strategy*, v. 2, n. 3, p. 63-84, 2011.
- FITÓ, M. À.; MOYA, S.; ORGAZ, N. The debate on rented assets capitalization: the economic impact on family firms. *Journal of Family Business Strategy*, v. 4, n. 4, p. 260-269, 2013.
- FLORES JUNIOR, J. E.; GRISCI, C. L. I. Dilemas de pais e filhos no processo sucessório de empresas familiares. *Revista de Administração São Paulo*, v. 47, n. 2, p. 325-337, 2012.
- GOMES, A. F.; SANTANA, W. G. P.; ARAÚJO, U. P. Mecanismos de vigilância e dispositivos de controle: o caso de uma indústria familiar de confecções de Minas Gerais. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 9, n. 8, p. 67-87, 2008.
- GONÇALVES, J. S. R. C. As empresas familiares no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, v. 7, n. 1, p. 7-12, 2000.
- GONZÁLEZ, M. *et al.* Family firms and financial performance: the cost of growing. *Emerging Markets Review*, v. 13, n. 4, p. 626-649, 2012.
- HANOUSEK, J.; KOČENDA, E.; SHAMSHUR, A. Corporate efficiency in Europe. *Journal of Corporate Finance*, v. 32, p. 24-40, 2015.
- HIEBL, M. R. W. Family involvement and organizational ambidexterity in later-generation family businesses: a framework for further investigation. *Management Decision*, v. 53, n. 5, p. 1061-1082, 2015.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JIMÉNEZ, M. C. R.; MARTOS, M. C. V.; JIMÉNEZ, R. M. Organisational harmony as a value in family businesses and its influence on performance. *Journal of Business Ethics*, v. 126, n. 2, p. 259-272, 2015.
- KAZEMIAN, S.; SANUSI, Z. M. Earnings management and ownership structure. *Procedia Economics and Finance*, v. 31, p. 618-624, 2015.
- KIM, Y.; GAO, F. Y. Does family involvement increase business performance? Family-longevity goals' moderating role in Chinese family firms. *Journal of Business Research*, v. 66, n. 2, p. 265-274, 2013.
- KOWALEWSKI, O.; TALAVERA, O.; STETSYUK, I. Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: evidence from Poland. *Family Business Review*, v. 23, n. 1, p. 45-59, 2010.

KUAN, T. H.; LI, C. S.; CHU, S. H. Cash holding and corporate governance in family-controlled firms. *Journal of Business Research*, v. 64, n. 7, p. 757-764, 2011.

LÓPEZ-DELGADO, P.; DIÉGUEZ-SOTO, J. Lone founders, types of private family businesses and firm performance. *Journal of Family Business Strategy*, v. 6, n. 2, p. 73-85, 2015.

MARTÍNEZ, J. I.; STÖHR, B. S.; QUIROGA, B. F. Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, v. 20, n. 2, p. 83-94, 2007.

MAZZI, C. Family business and financial performance: current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, v. 2, n. 3, p. 166-181, 2011.

MICHEL, A.; KAMMERLANDER, N. Trusted advisors in a family business's succession-planning process: an agency perspective. *Journal of Family Business Strategy*, v. 6, n. 1, p. 45-57, 2015.

MORAIS FILHO, A. C. T.; BARONE, F. M.; PINTO, M. O. A produção científica em empresas familiares: um enfoque conceitual. *Revista de Administração Pública*, v. 45, n. 6, p. 1971-1991, 2011.

MORCK, R.; YEUNG, B. Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 27, n. 4, p. 367-382, 2003.

NAVARRO, M. S.; ANSÓN, S. G.; GARCÍA, L. C. Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: further evidence. *Family Business Review*, v. 24, n. 1, p. 71-93, 2011.

O'BOYLE, E. H.; POLLACK, J. M.; RUTHERFORD, M. W. Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: a meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*, v. 27, n. 1, p. 1-18, 2012.

PAIVA, K. C. M.; OLIVEIRA, M. C. S. M.; MELO, M. C. O. L. Produção científica Brasileira sobre empresa familiar—um meta estudo de artigos publicados em anais de eventos da ANPAD no período de 1997-2007. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 9, n. 6, p. 148-173, 2008.

PENG, M. W.; JIANG, Y. Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies*, v. 47, n. 2, p. 253-273, 2010.

POLITELO, L. *et al.* Propriedade familiar e remuneração baseada em ações da diretoria das empresas Brasileiras. *Revista Ambiente Contábil*, v. 6, n. 1, p. 183-201, 2014.

REYNA, J. M. S. M.; ENCALADA, J. A. D. Sucesión y su relación con endeudamiento y desempeño en empresas familiares. *Contaduría y Administración*, v. 61, n. 1, p. 41-57, 2016.

_____. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: evidence from Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, v. 3, n. 1, p. 106-117, 2012.

SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N.; BUCHHOLTZ, A. K. Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science*, v. 12, n. 2, p. 99-116, 2001.

SHYU, J. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.

SIFFERT FILHO, N. F. *A teoria dos contratos*. 1996. 201 f. Tese (Doutorado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986.